

RACCOMANDAZIONE
BUY
Target Price
10,4 €
Prezzo al 14.10.2019
8,34 €

Officina Stellare

Settore: New Space Economy
Codice negoziazione Bloomberg: OS IM
Mercato AIM

Capitalizzazione di Borsa:	46.240.621 €
Numero di azioni:	5.544.439
Patrimonio netto al 30.06.2019:	6.634.977 €
Outstanding warrants (1:1):	448.374*

*vedi pagina 11

Data ed ora
di produzione:
15.10.2019 ore 09:30
Data ed ora
di prima diffusione:
15.10.2019 ore 10:00
Ufficio Ricerca
ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Gaspere Novelli

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Space Factory under progress

- Officina Stellare, sulla base del piano industriale elaborato in sede di collocamento, sta sviluppando, velocemente, tutte le attività propedeutiche alla realizzazione dell'auspicata "Space Factory".
- Il raddoppio della superficie produttiva, l'efficientamento della produzione, l'acquisto di nuovi materiali e macchinari altamente tecnologici consentirà alla società di ritagliarsi un ruolo da protagonista nell'ambito delle nuove opportunità offerte dalla "New Space Economy" in cui l'accesso allo spazio sarà prerogativa di un bacino sempre più ampio di potenziali clienti.
- Officina Stellare è una delle poche aziende al mondo con la disponibilità interamente "in house" di tutte le capacità e conoscenze necessarie allo sviluppo di strumentazione ottico-meccanica per applicazioni complesse in campo aerospaziale per finalità scientifiche, di ricerca, commerciali o legate alla difesa.
- Per il periodo previsionale 2018-2023 confermiamo le nostre ultime stime che prevedono un valore della produzione in crescita ad un tasso medio annuo pari del 41,6%, un Ebitda in crescita ad un cagr del 56,7% ed un risultato netto in grado di portarsi da € 1,1 milioni previsti a consuntivo 2019 a € 6,4 milioni da noi stimati a fine 2023, con un cagr 2018 - 2023 pari al 71,9%.

Anno al 31/12
(K/€)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4.998	8.120	13.172	16.857	21.795	28.420
Valore Aggiunto	2.163	4.685	7.413	9.695	13.432	18.284
EBITDA	1.115	2.564	4.205	5.354	7.785	10.532
EBIT	645	1.650	2.806	3.989	6.322	8.911
Utile netto	427	1127	2054	2858	4545	6413
Cash flow	897	2041	3453	4223	6008	8034
Pfn	-2.019	3.112	3.136	7.300	13.017	20.700
Roe	47,2	16,1	22,7	24	27,6	28,1

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

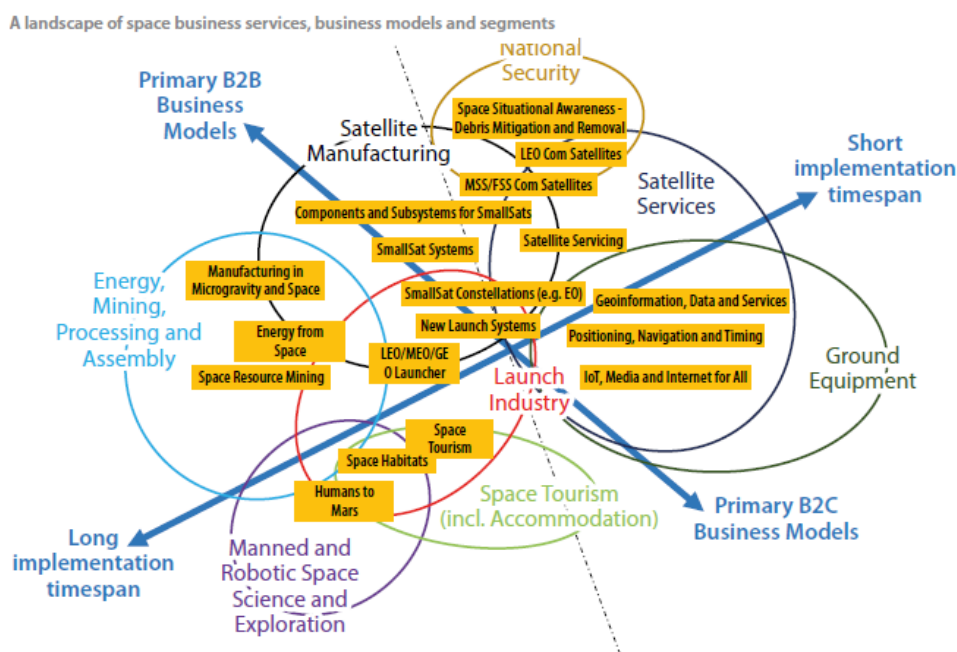
Officina Stellare è quindi attiva nel settore aerospaziale e si rivolge ad un mercato globale quale primario operatore specializzato nella progettazione, produzione e commercializzazione di telescopi e soluzioni ottico-meccaniche complesse di tipo amatoriale, semiprofessionale e professionale.

La società offre al mercato strumentazione ottico-meccanica (telescopi sia ground-based che space-based), principalmente per applicazioni in campo aerospaziale, per l'osservazione della Terra dallo spazio, per la Laser Communication e per applicazioni nei settori della difesa e della ricerca scientifica.

Con i suoi prodotti, Officina Stellare si rivolge ad una clientela costituita da prosumer (astrofili dalle elevate esigenze prestazionali), operatori commerciali, università, enti di ricerca scientifica ed enti governativi.

La società rappresenta per tutti questi soggetti un interlocutore unico, partendo dal processo di definizione dei requisiti tecnici richiesti dal committente fino alla consegna o messa in funzione finale.

Officina Stellare intende ora inserirsi, da protagonista, nel macro settore della c.d. "New Space Economy", sfruttando tutta quella serie di opportunità create da una crescente accessibilità, da parte di una sempre più vasta platea di operatori commerciali, al settore spaziale.

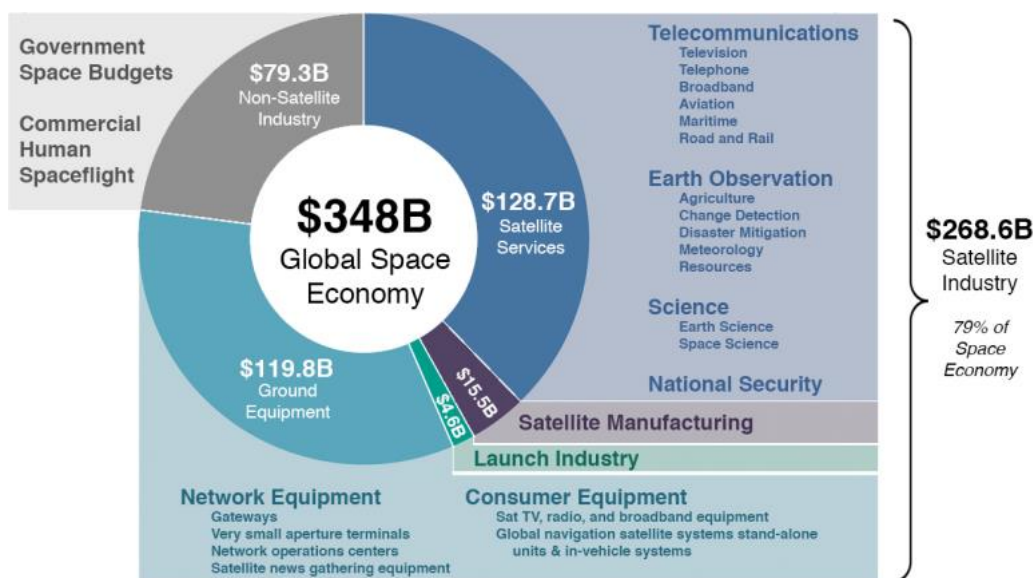


Fonte: The future of the European space sector, European Commission

Considerato nel suo complesso, il settore spaziale, nel 2017, ha raggiunto un valore pari a 348 miliardi di dollari, con il 79% del totale (268,6 miliardi di dollari) proveniente dal segmento dell'industria satellitare che rappresenta il primo mercato di riferimento per le soluzioni proposte dalla società.



Potendo contare su continui miglioramenti tecnologici e su una riduzione dei costi di lancio e gestione dei satelliti, Morgan Stanley stima che il valore globale di tale settore possa raggiungere, nel 2040, un totale di 1,1 trilioni di dollari.



Fonte: 2018 State of the Satellite Industry, SIA

Le principali potenzialità di crescita, per il settore spaziale, sono rappresentate dalle innovazioni tecnologiche che creano nuove opportunità nello sviluppo di prodotti e servizi. I principali driver tecnologici sono rappresentati da:

- **L'implementazione dei Big Data e la Cloud Artificial Intelligence (AI)**
Il settore, con la sua rete di sensori, device e scanner genera una grande quantità di dati che traggono beneficio dall'elaborazione e dall'archiviazione attraverso le tecnologie di Big Data Analytics e di Cloud Computing.
- **Internet of Things (IoT)**
Lo IoT trova spazio di implementazione nella strumentazione e nelle applicazioni geo-spaziali, permettendo un miglioramento del data collection attraverso la rete di satelliti e sensori, nonché la comunicazione fra questi.
- **La realtà aumentata/realtà virtuale (AR/VR) e l'Automation**
Le nuove tecnologie di realtà virtuale e di realtà aumentata, in connubio con l'automation, rappresentano i principali drivers di crescita delle attività di 3D scanning ed Earth Observation, permettendo un'acquisizione di dati in maniera più veloce e più accurata di quanto fosse possibile in passato.

I telescopi proposti da Officina Stellare trovano uno dei principali mercati di sbocco proprio nel segmento dell'Earth Observation (EO).

L'attività di Earth Observation ha come obiettivi l'acquisizione di informazioni e la mappatura della superficie del nostro pianeta attraverso l'impiego di telescopi installati su piattaforme satellitari o veicoli aerei. Vengono così monitorate terre emerse, masse d'acqua (mari, fiumi, laghi) e atmosfera terrestre.



I satelliti utilizzati nell'attività di telerilevamento possono essere in primo luogo suddivisi in:

- satelliti ottici e satelliti termici che monitorano la superficie e l'atmosfera terrestre attraverso l'analisi della capacità di riflessione e la re-emissione dell'energia solare;
- satelliti radar che, operando attraverso l'emissione di onde lunghe, misurano la quantità di energia ricevuta indietro dalla superficie terrestre.

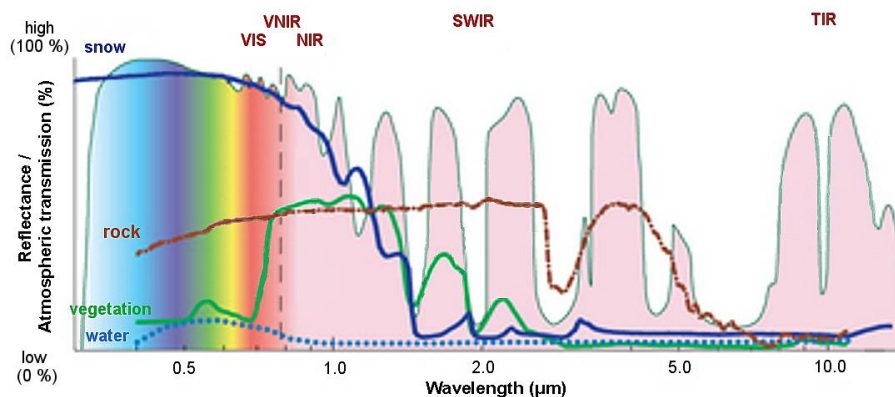
Altra importante suddivisione viene fatta in funzione della risoluzione spaziale del satellite. In tal senso si distinguono:

- satelliti a bassa e media risoluzione spaziale, capaci di mappare una superficie maggiore di cinque metri per pixel;
- satelliti ad alta risoluzione spaziale, in grado di mappare una superficie tra gli uno e i cinque metri per pixel;
- satelliti ad altissima risoluzione spaziale, con una capacità di mappare una superficie di meno di un metro per pixel.

Infine, i satelliti dedicati all'Earth Observation si differenziano in base alla risoluzione spettrale posseduta e cioè per la capacità di operare in una o più porzioni dello spettro cromatico (bande). In tal senso si distinguono:

- satelliti pancromatici, operanti su singola larghezza di banda e in grado di restituire immagini in bianco e nero;
- satelliti a colori, operanti su tre bande dello spettro cromatico (rosso, verde e blu);
- satelliti multispettrali, in grado di operare fino a 16 bande dello spettro cromatico;
- satelliti iperspettrali, operanti su centinaia di bande dello spettro cromatico.

Con l'aumentare della larghezza di banda sulla quale opera il sensore, è possibile ottenere un numero maggiore di informazioni andando a captare la firma spettrale dell'area osservata.



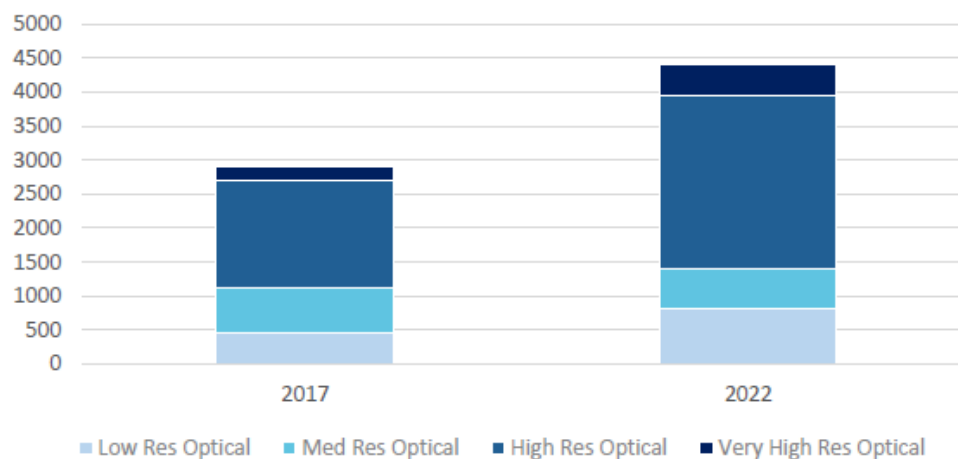
Fonte: Andreas Kaab, University of Oslo

In particolare, con i sensori iperspettrali, operando su di uno spettro cromatico più ampio, è possibile controllare l'inquinamento atmosferico, monitorare i cambiamenti climatici, verificare lo stato di salute delle falde acquifere e fornire maggior supporto all'agricoltura. In tal senso, i telescopi di Officina Stellare risultano in grado di operare su di un ampio spettro cromatico, garantendo il funzionamento anche con sensori multispettrali ed iperspettrali.

Inoltre, i telescopi spaziali prodotti da Officina Stellare, permettendo di mappare una superficie con una risoluzione spaziale anche migliore di 1 metro per pixel, rientrano nella categoria di prodotti ad alta ed altissima risoluzione. Tale tipologia di ottiche rappresenta quella più impiegata dal mercato, sia in termini attuali che prospettici.

EO Optical Market by Resolution 2017 – 2022, M

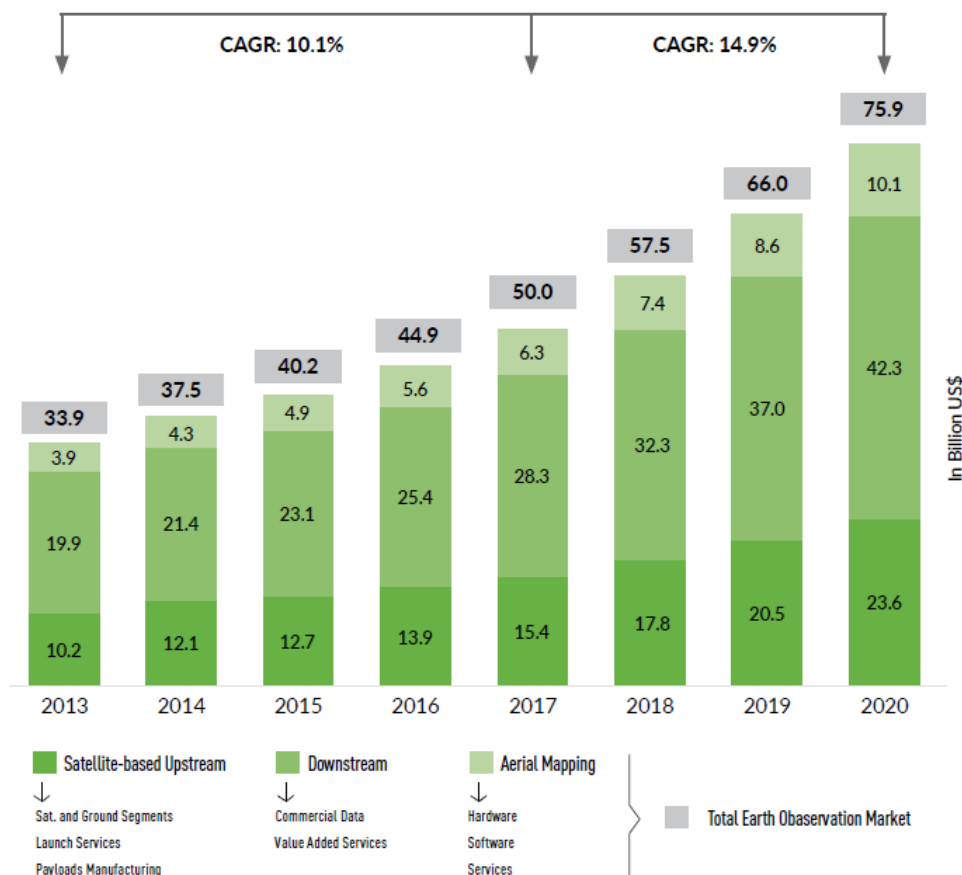
(Source: PwC)



Fonte: Copernicus Market report prepared by PwC for European Commission, Febbraio 2019

Complessivamente il segmento dell'Earth Observation ha raggiunto, nel 2017, un valore di 50 miliardi di dollari e si prevede possa portarsi, nel 2020, ad un valore di 75,9 miliardi di dollari con una crescita media annua del 14,9%.

Graph 5.1 – Earth Observation: Global Market Size



Fonte: Geospatial Industry Outlook & Readiness Index, 2018

I lanci di satelliti che svolgono attività di Earth Observation hanno raggiunto, nel 2017, un totale di circa 170 lanci (picco storico). Contestualmente al maggior numero di lanci, si è assistito ad un progressivo aumento nell'uso di sensori ottici ad alta risoluzione.

I satelliti che svolgono attività di Earth Observation, in funzione del tipo di orbita seguita, offrono differenti "revisit time" (intervalli di tempo intercorsi fra osservazioni successive) per l'area osservata.

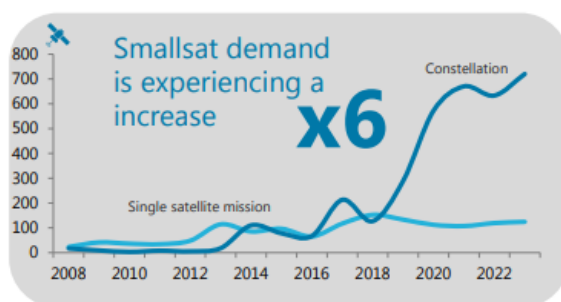
La maggior parte dei satelliti che svolgono attività di telerilevamento si trova ad una specifica orbita bassa (LEO), definita orbita eliosincrona, che si caratterizza per un'altitudine compresa fra i 400 e gli 800 Km dalla superficie terrestre e per un'inclinazione sul piano equatoriale fra i 95 ed i 100 gradi.

Seguendo un'orbita eliosincrona si riescono ad ottenere osservazioni successive con lo stesso angolo di illuminazione da parte della luce solare ma, a causa della considerevole inclinazione, il "revisit time" aumenta con l'avvicinarsi dell'area osservata all'equatore terrestre.

Per ridurre il "revisit time" è possibile ricorrere a costellazioni di satelliti, ovvero una serie di piccoli satelliti contigui che, cooperando fra loro, riescono ad ottenere rilevazioni successive dello stesso punto con un minor intervallo temporale.

Il diffondersi delle costellazioni satellitari rappresenta il principale fattore di crescita per il mercato dei satelliti di piccole dimensioni (massa inferiore ai 500 kg) potendo raggiungere, si stima, fino all'80% della domanda per tale tipologia di satelliti.

Secondo le stime di Euroconsult, per il solo segmento dell'Earth Observation è previsto il lancio di un totale di 1400 nuovi satelliti entro il 2027.

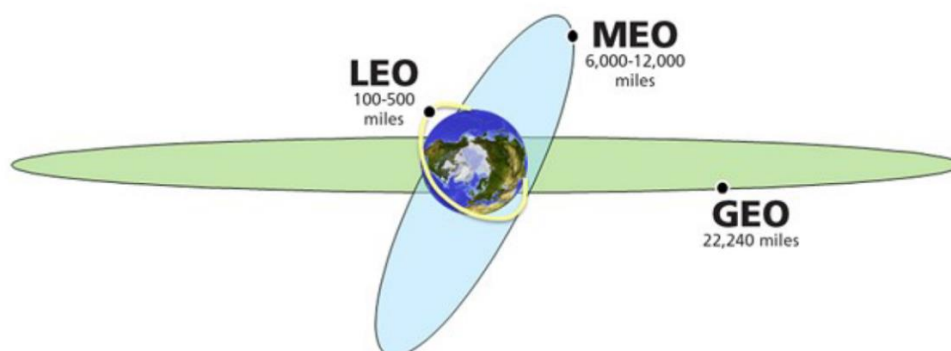


Fonte: Euroconsult, 2018

Inoltre, il fisiologico breve ciclo di vita dei satelliti orbitanti nella LEO (in media tra i 3 e i 7 anni) genera la necessità di una continua sostituzione degli stessi per mantenere in funzionamento efficiente le costellazioni di satelliti create.

Il breve ciclo di vita dei satelliti orbitanti nella LEO è conseguenza diretta del loro posizionamento orbitale.

In corrispondenza delle altitudini interessate, infatti, le caratteristiche dell'atmosfera e l'attrazione gravitazionale terrestre richiedono maggior interventi da parte dei motori per mantenere la traiettoria desiderata. Di conseguenza, il maggior consumo di carburante incide sul periodo totale di funzionamento dei satelliti operanti su tali orbite basse.



Fonte: Morgan Stanley, 2018

I dati raccolti tramite il telerilevamento della superficie e dell'atmosfera terrestre rappresentano un presupposto essenziale per diversi settori che basano le proprie attività sull'elaborazione dei dati raccolti dalla rete di satelliti e sensori impiegati nell'Earth Observation.

La maggior parte della domanda (43% del totale – fonte: Copernicus Market Report by PwC, 2019) proviene dal settore della difesa che utilizza i dati per motivi di sicurezza e per ragioni strategiche. Tuttavia, l'Earth Observation fornisce dati per numerose applicazioni che vanno dal campo della ricerca scientifica, all'esplorazione del sottosuolo per l'individuazione di risorse naturali:

- **Applicazioni per la difesa e la sicurezza**
L'Earth Observation permette di tenere traccia delle spedizioni illegali, identificare le rotte di immigrazione clandestina, identificare veicoli e ogni tipo di risorsa strategica, riuscendo ad ottenere aggiornamenti su ogni sito di interesse.
- **Applicazioni per il monitoraggio del suolo**
L'Earth Observation permette di monitorare le risorse minerarie, l'umidità del suolo e i livelli delle acque, fornendo una buona indicazione di quanto siano probabili rischi di alluvione e siccità. Inoltre, è possibile individuare rapidamente le aree colpite da calamità naturali e coordinare meglio i soccorsi.
- **Applicazioni per l'agricoltura**
Le immagini satellitari possono aiutare nella gestione della salute delle coltivazioni. Infatti, monitorando il contenuto di clorofilla lungo il ciclo di crescita delle piante, è possibile individuare aree che richiedono l'uso di maggiori quantità di fertilizzante ed acqua.
- **Applicazioni marittime**
Le immagini scattate dallo spazio risultano fondamentali per una migliore comprensione delle zone costiere, delle specie marine e delle rotte di navigazione. Attraverso l'Earth Observation possono essere tracciate le navi illegali e si può evitare lo sversamento o lo scarico illegale di agenti inquinanti.
- **Applicazioni ambientali**
Attraverso l'attività di telerilevamento è possibile proteggere le aree di conservazione e costruire una mappa continuamente aggiornata della deforestazione, combattendo pratiche illegali compiute sul territorio. Le immagini riprese dai satelliti rappresentano uno dei pochi metodi a disposizione per il monitoraggio di vaste foreste.
- **Applicazioni per servizi urbanistici**
L'imaging satellitare consente di tracciare la crescita urbana acquisendo frequentemente immagini della stessa zona. Le immagini ottenute possono aiutare ad identificare il cambiamento o l'uso illegale della superficie con nuovi edifici e strutture.

La crescente domanda di trasmissione dati, come conseguenza del maggior numero di satelliti in orbita, crea anche nuove esigenze in termini di sistemi di comunicazione sia tra satelliti appartenenti ad una stessa costellazione che fra satelliti ed infrastrutture terrestri.

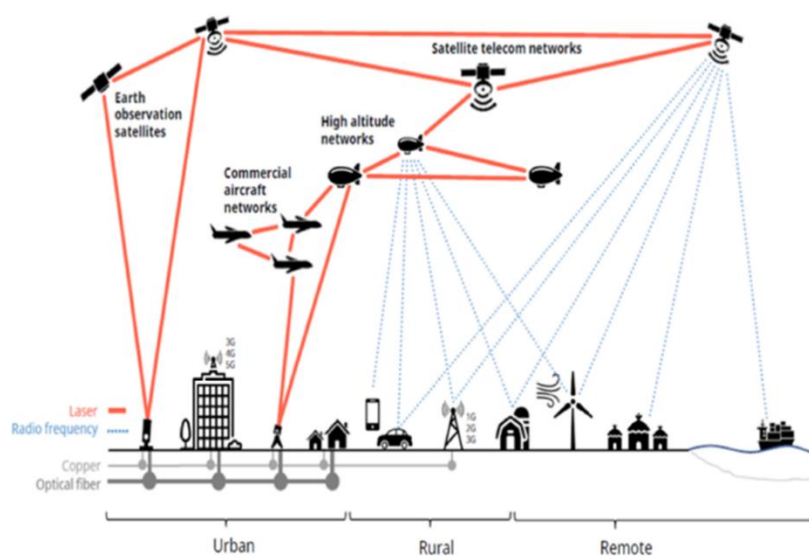
Lo sviluppo di nuovi sistemi di comunicazione sta privilegiando anche l'utilizzo di luce laser come mezzo di trasmissione di informazioni e dati attraverso l'impiego di sensori ottici.

Officina Stellare, nell'ambito della "Laser Communication" (LC), è presente all'interno dei principali team mondiali che stanno sviluppando proprio la nuova generazione di apparecchiature di trasmissione ottica (Free Space Optics Communication Technology).



L'impiego di sistemi di comunicazione FSO rappresenta la risposta della "New Space Economy" ai limiti delle tecnologie di comunicazione a onde radio. Questi limiti sono costituiti da:

- limitata velocità di trasmissione dei dati;
- bassa efficienza energetica, richiedendo quantità di energia maggiore con il crescere della distanza percorsa dal dato trasmesso;
- limitata disponibilità di canali radio liberi;
- elevata latenza (ritardo nell'accesso ai dati);
- forte rischio di "intercettazione" dei dati trasmessi qualora non criptati.



Fonte: Mynaric

L'impiego di tecnologie di comunicazione laser, invece, non solo permette di superare tutti questi limiti ma, contestualmente, consente di aumentare gli standard di sicurezza. Si rende possibile una trasmissione dati immune da intercettazioni da parte di terzi e si scongiura il rischio di perdere informazioni.

In base ai dati comunicati da Markets and Markets ("Free Space Optics and Visible Light Communication - Global Forecast to 2023"), il mercato delle comunicazioni FSO, nel 2018, ha raggiunto un valore di 0,27 miliardi di dollari e dovrebbe poter raggiungere, nel 2023, un ammontare pari a 1,45 miliardi di dollari, per una crescita ad un tasso medio annuo del 39,58%.

Oltre alle citate esigenze in termini Earth Observation e di comunicazione, la previsione di un aumento del numero di satelliti in orbita crea anche la necessità di poter fare affidamento su di un sistema di Space Situational Awareness (SSA), ovvero una rete di telescopi in grado di monitorare, con costanza, lo spazio e generare "alert" tempestivi in modo da evitare collisioni fra satelliti orbitanti intorno alla terra (o fra satelliti e detriti spaziali). Anche in questo mercato, caratterizzato dallo stanziamento di ingenti fondi pubblici (95 milioni di euro annunciati dalla sola Agenzia spaziale europea fino al 2020), Officina Stellare è presente con un consolidato "package" di prodotti già in uso, ad esempio, dall'Aeronautica Italiana e dall'Agenzia Spaziale Coreana (KASI).



Tra i suoi prodotti, la società offre anche una gamma di soluzioni per applicazioni nel settore della difesa, producendo e sviluppando sistemi ottici di supporto nonché sistemi di tracciamento ad alta velocità.

Secondo quanto previsto da Mordor Intelligence ("Global Military Electro Optical and Infrared Systems Market" - 2018), il mercato degli strumenti ottici per applicazioni militari dovrebbe raggiungere, globalmente, nel 2023, un totale di 22 miliardi di dollari, con gli Stati Uniti come primo mercato in termini di valore.

Il principale driver di crescita della domanda è rappresentato dalla diffusione di droni UAV (Unmanned aerial vehicle) in sostituzione dei tradizionali veicoli con pilota per le missioni di ricognizione e sorveglianza. Tale tipologia di veicoli, infatti, richiede un massiccio impiego di apparecchiature ottiche e sistemi di tracciamento. Anche l'impiego di veicoli militari tradizionali come navi, sottomarini, veicoli armati ed elicotteri alimenta una domanda di strumentazione di tipo ottico prevista in crescita nei prossimi anni.

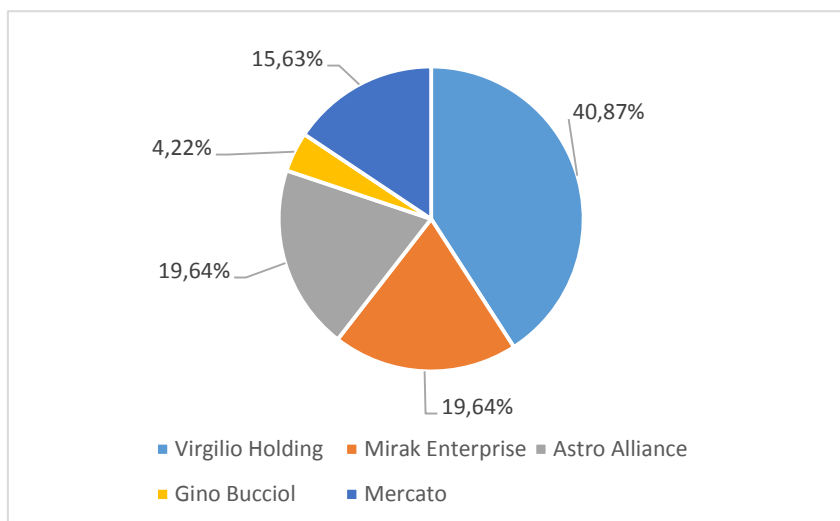
Infine, Officina Stellare offre anche telescopi di tipo tradizionale rivolti ad università, enti di ricerca scientifica e ad una clientela di utenti privati con particolare esigenze in termini di requisiti prestazionali.

Stando alle previsioni di QY Research ("Global Telescope Market Research Report 2018"), il mercato dei classici telescopi ha raggiunto, nel 2017, un valore globale pari a 150 milioni di dollari e si stima possa giungere a 170 milioni di dollari nel 2025 (CAGR dell'1,9%). Osservando la composizione della domanda da un punto di vista della tecnologia di prodotto, i telescopi rifrattori (basati sull'utilizzo di lenti) ed i telescopi riflettori (basati sull'utilizzo di specchi) rappresentano i principali prodotti venduti, con circa il 90% della domanda costituita da telescopi di tipo entry-level.

Attività e Strategie

Officina stellare, società quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 26 giugno 2019 ad un prezzo di collocamento pari ad euro 6 per azione, è una PMI innovativa nata nel 2009 a Thiene (VI) ed operante nel settore della "New Space Economy". Dotata di un comprovato background nella progettazione e produzione di strumentazione ottica ed aerospaziale "d'eccellenza", sia ground-based che space-based, la società rappresenta una delle poche aziende al mondo a possedere le capacità e le conoscenze necessarie a gestire internamente (ed agire come unico interlocutore per il committente) la progettazione e lo sviluppo di strumentazione ottica complessa in campo aerospaziale per finalità scientifiche, commerciali o legate alla difesa.

Il capitale sociale è costituito da 5.544.439 azioni ed è detenuto per il 40,87% dalla Virgilio Holding Spa, holding di partecipazioni della famiglia Gianni, per il 19,64% dalla Mirak Enterprise Srl di Giovanni Dal Lago, fondatore e CEO, per il 19,64% da Astro Alliance Srl e per il 4,22% da Gino Bucciol, fondatore e Chief Business Development Officer. Il restante 15,63% è costituito da flottante sul mercato.



Gli outstanding warrants ("Warrants Officina Stellare 2019-2022"), emessi in sede di aumento di capitale a servizio del collocamento in borsa in rapporto 1:2, ammontano a n. 433.374 ai quali si sono recentemente aggiunti 15.000 warrants assegnati dei 50.000 warrants previsti a disposizione del CdA. Complessivamente, quindi, il numero di warrants attualmente teoricamente esercitabili sono in numero di: 448.374.

Per il loro esercizio sono previsti tre periodi di riferimento:

- Primo periodo di esercizio: compreso tra il 18 maggio 2020 ed il 1 giugno 2020 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 6,60 euro.
- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 17 maggio 2021 ed il 31 maggio 2021 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,26 euro.
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 16 maggio 2022 ed il 30 maggio 2022 ed è previsto un prezzo di sottoscrizione di ciascun azione di compendio pari a 7,99 euro.

Nella sua offerta Officina Stellare propone sia prodotti “standard”, in grado di rispondere alle esigenze più comuni, sia prodotti di tipo “custom”, sviluppati ex novo per rispondere alle particolari richieste avanzate dai propri clienti in termini di requisiti tecnici. In particolare la società progetta, produce e commercializza:

- **Telescopi “Standard”**

Prodotti appartenenti ad un catalogo ed in grado di servire un’ampia serie di applicazioni. Questi telescopi si rivolgono, principalmente, ad università, enti di ricerca scientifica ed amatori astrofili che cercano prodotti ad alte prestazioni (prosumer).

Il segmento prosumer rappresenterà sempre più una categoria residuale nel portafoglio clienti della società, nonché il mercato dal quale ci si aspetta una minore crescita in termini futuri.

- **Telescopi per l’Earth Observation (EO)**

Tale tipologia di prodotto si rivolge in prevalenza ad operatori commerciali del settore aerospaziale e rappresenta, in termini di valore, il principale mercato di riferimento per Officina Stellare.

- **Telescopi per la Laser Communication (LC).**

Questi prodotti agiscono come una sorta di antenna permettendo l’invio e la ricezione di luce laser attraverso la quale avviene una trasmissione dati in maniera più veloce e più sicura di quanto sia possibile con la tecnologia ad onde radio.

- **Telescopi per la Space Situational Awareness (SSA).**

Telescopi dedicati esclusivamente all’attività di osservazione dei cieli e dei satelliti orbitanti attorno alla terra. Attraverso l’attività di SSA è possibile evitare collisioni e danni ai satelliti aumentandone il periodo di funzionamento. Tale tipologia di strumenti si rivolge ad enti governativi e ad operatori commerciali che hanno lanciato, o stanno lanciando, diversi satelliti in orbita.

- **Strumentazione ottica per la difesa**

Strumenti di “video tracking” ad altissima velocità, per lo più impiegati in fase di test, per attrezzature nell’ambito della difesa o per attività di sicurezza nei confronti di UAV/Droni (come nel caso degli spazi aeroportuali).

Telescopi Standard



Telescopi per l’Earth observation



Telescopi per la stratosfera



Telescopi per la Laser Communication



Telescopi per la difesa



Oltre ad una moltitudine di singoli clienti appartenenti al “mercato prosumer”, alcuni dei principali clienti di Officina Stellare risultano essere:

In termini di backlog orders, il 60,8% riguarda il settore Aerospace, il 31,5% fa riferimento al settore Ricerca ed il 3,5% al settore Difesa. Gli ordini del segmento Prosumer coprono il 2,6% del totale degli ordini.

▪ Università ed istituti di ricerca scientifica



NASA
USA



Princeton University
USA



Pontificia Universidad of Chile
Cile



M.I.T.
USA



Qatar Foundation
Qatar



University of Toronto
Canada



Indian Space Research Organization
India



Chinese Academy of Sciences
Cina



UNIVERSITÉ DE GENÈVE

Université de Genève
Svizzera



Berna University
Svizzera



GeorgiaTech
USA



US Naval Obs.
USA

▪ Clienti del settore Space e dell'Earth Imaging



AIRBUS
Airbus
Francia



The Aerospace Corporation
USA



Korean Space Agency
Corea



EOS Space
Australia



SpaceTec - Denel
Sud Africa



ATA Corp
USA

▪ Clienti del settore della difesa



Aeronautica Militare
Italia



Vitrociset
Italia



Telespazio
Italia



US Air Force
USA



CI Systems
Israel



Photo-Sonics
USA

La società rappresenta uno dei pochi produttori al mondo ad avere un catalogo di prodotti “standard” molto diversificato in termini di prestazioni/caratteristiche. Tale catalogo presenta sei diverse famiglie di prodotti, tutti caratterizzati da una struttura in alluminio e carbonio (opzionalmente anche totalmente in carbonio):

1. ProRC

Disponibile con coating (rivestimento dello specchio principale) in alluminio, argento oppure oro, rappresenta una soluzione completamente immune da effetti di aberrazione cromatica, riuscendo ad offrire le stesse prestazioni a qualsiasi lunghezza d’onda.



2. RiFast

Questa famiglia di prodotti possiede uno schema ottico unico caratterizzato da uno specchio principale asferico ed una lente secondaria sferica. La presenza di 3 elementi correttori localizzati vicino al fuoco ed una meccanica particolarmente stabile per facilitare la collimazione, rendono i telescopi della linea RiFast in grado di ottenere il miglior risultato in termini di correzione, nonché un’immagine priva di aberrazione cromatica.

3. RiDK

Dotati di un rapporto focale nativo di $f / 7$, i prodotti della famiglia RiDK rappresentano un'evoluzione del design Dall-Kirkham e si propongono come un punto di riferimento sul mercato. Si tratta della famiglia di prodotti più "universale" ed accessibile di tutta l'offerta a catalogo.



4. RH Veloce



Il particolare design di questi prodotti consente di avere un perfetto connubio tra rapporto focale estremamente veloce ed alta definizione delle immagini. I prodotti di questa linea sono dotati di un obiettivo a piena apertura, lievemente convergente, ed uno specchio primario "Mangin" (dal nome del suo inventore). Questo tipo di specchio presenta un rivestimento sulla superficie posteriore, anziché sulla parte anteriore, in modo che la luce passi attraverso il vetro, venga riflessa dal rivestimento e quindi attraversi nuovamente il vetro.

5. Serie BiOS

La proposta è costituita da un telescopio a scelta della serie ProRC, RiDK o RiFast equipaggiato su un supporto Taurus EQ affiancato al software "The Sky X".



6. OS Mount



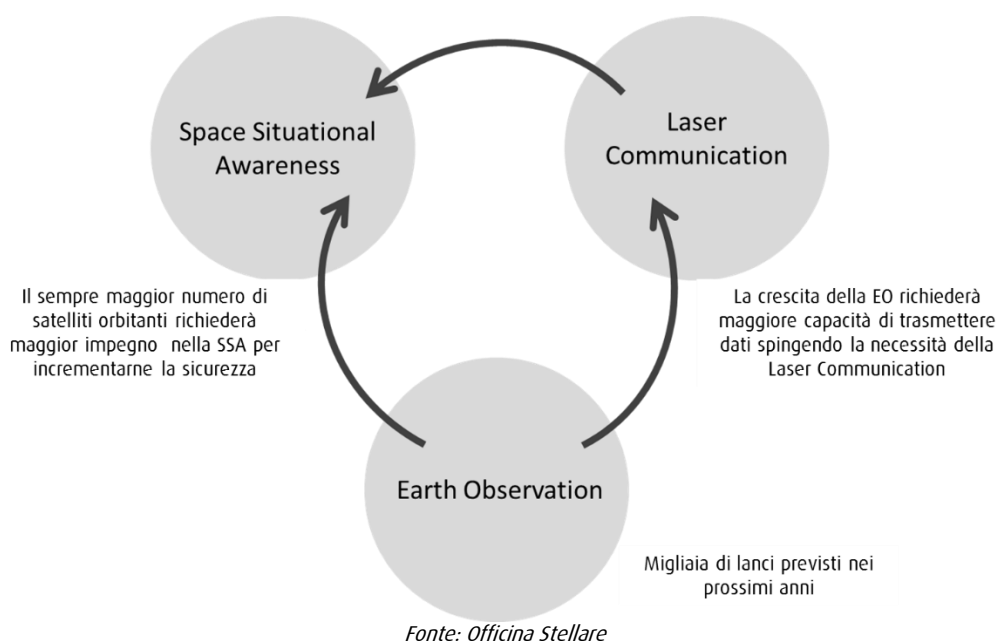
Si tratta di un supporto professionale progettato per massimizzare le prestazioni dinamiche e ridurre al minimo i problemi termoplastici (deformazioni meccaniche o termiche). La soluzione, equipaggiata sia con motori direct drive che con motori brushless, si accompagna ad una suite software Sky X. Rappresenta un prodotto particolarmente adatto alle applicazioni nella ricerca scientifica, nell'osservazione ed il tracciamento di satelliti nonché alla comunicazione laser.



Il Modello di Business

Il Modello di Business di Officina Stellare si basa sul desiderio di affermarsi, a livello globale, quale primario produttore di telescopi e strumenti ottici, provando a ritagliarsi un ruolo da protagonista nelle nuove opportunità offerte dalla "New Space Economy".

Attraverso il know-how acquisito nel campo dell'ottica e grazie alla capacità di porsi verso i clienti come unico interlocutore nello sviluppo di prodotti e soluzioni complesse, dalla fase di progettazione alla messa in funzione finale, Officina Stellare fa leva sul legame che sussiste fra i seguenti segmenti di attività:



Tale legame rappresenta un fattore strategico di primaria importanza potendo proporre al mercato:

- telescopi satellitari destinati ad attività di Earth Observation;
- strumentazione ottica in grado di utilizzare la luce laser per la trasmissione di dati ed informazioni;
- telescopi ground based e satellitari dedicati alla ricerca scientifica ed al monitoraggio dei cieli e dei satelliti orbitanti intorno al nostro pianeta rispondendo alle esigenze di "Space Situational Awareness".

La società svolge la propria attività cercando di internalizzare al massimo tutte le fasi critiche del processo di progettazione e produzione, con una particolare attenzione alle fasi legate alla produzione dei componenti di natura ottica. Il processo che porta alla realizzazione delle ottiche si articola nelle seguenti fasi:

- **Provisioning del materiale grezzo e lavorazione meccanica**
La produzione parte da blocchi solidi di vetro (c.d. "blank") scelti in base alle caratteristiche tecniche richieste dal progetto. Tramite una prima lavorazione meccanica il "blank" viene portato alle dovute dimensioni in termini di forma e peso senza alterarne la solidità strutturale.
- **Fase di sbazzatura e figurazione finale della superficie**
Dal cilindro ottenuto attraverso le prime fasi di lavorazione, tramite una serie di operazioni, viene rimosso gran parte del materiale grezzo in modo tale che la "lente" o lo "specchio" possano assumere la forma definitiva.
- **Fase di lucidatura ed eventuale fase di "asferizzazione"**
Durante queste fasi viene trattata la superficie dell'ottica e portata al suo stato finale. Officina Stellare svolge tale processo soprattutto tramite le moderne macchine per il "polishing deterministico" che assicurano accuratezza e velocità di lavorazione.
- **Fasi di misurazione e lavorazione finale**
Il processo termina con le misurazioni finali realizzate grazie alle strumentazioni metrologiche (sia ottiche che meccaniche) di cui Officina Stellare dispone. In seguito, l'ottica viene sottoposta a trattamenti di rifinitura finale come ad esempio l'attività di "coating" (fase di applicazione di un rivestimento metallico al vetro o allo specchio).

Nell'ambito di tale processo produttivo, allo stato attuale, le attività esternalizzate risultano essere, principalmente, la fornitura del materiale grezzo (vetro-ceramica o quarzo), e l'attività di "coating". In pochi casi è ancora effettuata esternamente l'operazione di "lucidatura" dell'ottica in seguito a particolari richieste tecniche ma anche questa fase, a regime, con gli investimenti programmati, è destinata ad essere completamente internalizzata.

Fornitore	Funzione	Descrizione
  glass made of ideas	Acquisto di materiali grezzi (vetro-ceramica o quarzo)	Principale fornitore in grado di soddisfare gli ordini con tempestività e precisione. Fornitore alternativo, con il quale la società mantiene un rapporto commerciale al fine di minimizzare il rischio di fornitura.
	Lavorazione di ottiche	Attraverso una tecnologia proprietaria, tale fornitore, permette di far fronte a richieste particolari ed attinenti la fase di «lucidatura» delle ottiche.
 since 1946  THIN FILM COATINGS	Operazione di Coating	Applicazioni di rivestimenti metallici o antiriflesso.

Fonte: Officina Stellare



Attraverso gli investimenti già avviati (il raddoppio della superficie produttiva, l'acquisto di una macchina per la produzione di ottiche, 2 macchine per la lucidatura, una sbazzatrice, 2 interferometri, 1 piattaforma vibrante ed una camera di termo vuoto) e quelli programmati per il prossimo futuro, la società intende rendersi, quanto prima, completamente autonoma sull'intero processo produttivo, con l'intenzione ultima di lasciare quale unica attività esternalizzata quella dell'approvvigionamento dei materiali grezzi (vetro-ceramica o quarzo).

L'obiettivo di Officina Stellare è quindi quello di proporsi ai propri clienti come un interlocutore unico per tutte le fasi di progettazione e produzione e, attraverso la capacità di gestire "full in house" l'intera catena di produzione dell'ottica, realizzare, con un minimo apporto di servizi esterni, strumenti "non standard" di grande valore aggiunto.

Finnat Report ESG: Environmental, Social, Governance

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese ed in particolare quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) stanno assumendo una sempre maggiore rilevanza. L'approccio ESG agli investimenti tiene quindi conto del rispetto di questi criteri di sostenibilità da parte delle imprese quotate-rispetto dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e delle comunità in cui operano e dei sani principi di governance societaria- Il rispetto di tali criteri sembra destinato a qualificarsi sempre di più quale elemento discriminante nelle scelte d'investimento da parte di un numero crescente di investitori istituzionali. Le società a grande capitalizzazione sono già oggetto di valutazione da parte di diverse agenzie specializzate che indagano gli aspetti ESG a beneficio degli investitori che intendono tener conto di quei criteri. Sulle Small e Micro Cap, invece, tali pratiche non sono così diffuse. A tale riguardo Banca Finnat, pienamente consapevole di come nell'ambito dell'intero processo d'investimento i fattori ESG vengono oramai analizzati quasi al pari dei fattori finanziari, ha deciso di adoperarsi affinché, nelle proprie ricerche sulle società quotate oggetto di Analyst Coverage da parte della Banca stessa, emergano le politiche e le azioni da queste società adottate in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

Nota:

La società appare altamente sensibile a tutte le politiche di sostenibilità non solo rivolte all'autosufficienza energetica ma anche alle tematiche sociali indirizzate al sostegno allo studio e all'educazione attraverso percorsi formativi sponsorizzati che possono anche poi concretizzarsi in inserimenti in azienda. La società presta anche ampia attenzione all'equità di genere, con quote rosa presenti non solo a livello di CdA e comitato operativo ma anche fra il top management.

**ADOZIONE DI POLICY
AMBIENTALI**

- l'azienda è dotata di impianto fotovoltaico da 48kW ed è quindi completamente autosufficiente dal punto di vista del fabbisogno energetico
- l'azienda sta acquisendo un nuovo immobile, ai fini dell'ampliamento del reparto produttivo, dotato di un impianto fotovoltaico da 36 kW, portando la potenzialità energetica a oltre 80 kW
- l'azienda è molto sensibile al problema dell'inquinamento luminoso, per tale ragione è dotata di impianti di illuminazione a norme dalla legge regionale e regolamenti vari

**ADOZIONE DI POLICY
SOCIALI**

- l'azienda è molto attiva in ambito locale, contribuendo a varie iniziative etiche e culturali. Solo a titolo di esempio, l'azienda è sponsor, già da alcuni anni, del premio "Lorenzoni" (<http://sait.interlandia.net/node/382>) collaborando con SAIT (Società Astronomica Italiana) e l'Università di Padova. Inoltre, è sponsor di "LEGO Leauge" (scuole medie inferiori) e alcuni anni fa ha sottoscritto una convenzione didattica con il Comune di Sarcedo" che prevede l'osservazione del cielo notturno presso gli osservatori dell'azienda, mettendo a disposizione i propri astronomi per divulgazioni presso le scuole elementari e medie
- l'azienda sponsorizza master universitari (nello specifico Università di Roma "La Sapienza", Dipartimento di Ingegneria Aerospaziale), seguendo poi il percorso formativo dello studente fino all'eventuale ingresso in azienda come risorsa specializzata

**ADOZIONE DI POLICY
GOVERNANCE**

- tra il CdA e il comitato operativo è presente una quota rosa
- il top management, composto da 6 persone (CEO, CFO, HBD, HPR, R&D, HEN), comprende due quote rosa (CFO e HPR)
- l'azienda è molto sensibile alla formazione interna con un sistema di "formazione continua" destinato alle figure di tutti i livelli dove formatori esterni, altamente qualificati, tengono periodicamente corsi durante il normale orario lavorativo
- l'azienda si sta inoltre attivando per l'istituzione di un master di secondo livello in "Space Optics", in collaborazione con i Dipartimenti di Fisica e di Ingegneria Aerospaziale, l'Osservatorio Astronomico di Padova e il CNR. Il master si terrà presso le aule appositamente realizzate all'interno dell'azienda e permetterà la formazione utilizzando anche le strutture interne (macchinari, strumenti di misura, ecc.)

Risultati al 30.06.2019

La società, avendo avviato le negoziazioni il 26 giugno 2019, non ha redatto la relazione semestrale relativa al 30 giugno 2018 e, pertanto, non è possibile riportare i dati comparativi rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente.

Evidenziamo quindi i principali dati economici relativi al primo semestre 2019 a raffronto con quanto conseguito nell'intero esercizio 2018.

Euro (k)	FY2018	1H2019
Valore della produzione	4.998	4.084
Ebitda	1.115	1.478
%	22,3	36,2
Ebit	645	1.070
%	12,9	26,2
Utile ante Imposte	592	1.034
%	11,9	25,3
Risultato netto	427	778
%	8,5	19
PFN	-2.019	1.843
Equity	904	6.635

Fonte: Officina Stellare

Nel corso del primo semestre 2019 il valore della produzione ha superato i 4 milioni di euro a fronte dei 5 milioni registrati sull'intero 2018. Il margine operativo lordo (Ebitda) è risultato prossimo ad € 1,5 milioni a fronte di € 1,1 milioni conseguiti al 31 dicembre 2018 mentre il risultato operativo netto (Ebit) si è portato ad € 1,1 milioni da € 645 migliaia conseguiti sull'intero esercizio precedente. Significativi gli incrementi di marginalità realizzati nel semestre, con un quoziente dell'Ebitda sul valore della produzione salito al 36,2% dal 22,3% a fine 2018 ed un ROS (Ebit margin) portatosi, al termine del primo semestre 2019, al 26,2% dal 12,9% di fine 2018. In termini di Utile netto, questo è risultato, al 30.06.2019, pari a € 778 migliaia, con un net margin del 19%, da € 427 migliaia al 31.12.2018 con una redditività limitata all'8,5%. I 5,2 milioni di euro (comprensivi della greenshoe) raccolti dalla società attraverso il collocamento in borsa delle proprie azioni hanno consentito all'azienda di superare una posizione debitoria netta pari a € 2 milioni al 31 dicembre 2018, portandosi, alla fine del primo semestre 2019, ad una posizione di cassa pari ad € 1,8 milioni (dopo investimenti, effettuati nel semestre, per € 1,9 milioni). Il patrimonio netto, pari a € 904 migliaia al 31 dicembre 2018, si è portato, al 30 giugno 2019, ad € 6,6 milioni. Alla data del 30 giugno 2019 la società ha in corso 34 commesse (15 in più rispetto alle commesse in corso nel medesimo periodo dell'esercizio precedente) oltre a 9 già completate. Sono inoltre in corso ulteriori 26 progetti di sviluppo per commesse straniere principalmente relative al settore aerospace e riguardanti i settori della ricerca e della difesa.

Outlook 2019-2023

Old Estimates

Euro (k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Valore della produzione	4.998	8.120	13.172	16.857	21.795	28.420	41,6%
Materie prime	1.407	1.588	2.777	3.495	4.186	5.106	29,4%
%	28,1%	19,6%	21,1%	20,7%	19,2%	18,0%	
Servizi	1.094	1.585	2.590	3.154	3.663	4.515	32,8%
%	21,9%	19,5%	19,7%	18,7%	16,8%	15,9%	
Godimento beni di terzi	134	150	392	513	514	515	30,9%
%	2,7%	1,9%	3,0%	3,0%	2,4%	1,8%	
Valore aggiunto	2363	4797	7413	9695	13432	18284	50,6%
%	47,3	59,1	56,3	57,5	61,6	64,3	
Personale	1.083	1.753	2.848	3.878	5.098	7.014	45,3%
%	21,7%	21,6%	21,6%	23,0%	23,4%	24,7%	
Oneri diversi di gestione	166	252	360	463	549	738	34,8%
%	3,3%	3,1%	2,7%	2,7%	2,5%	2,6%	
Ebitda	1.115	2.792	4.205	5.353	7.785	10.532	56,7%
%	22,3%	34,4%	31,9%	31,8%	35,7%	37,1%	
Ammortamenti e svalutazioni	465	894	1.382	1.340	1.424	1.575	27,6%
%	9,3%	11,0%	10,5%	7,9%	6,5%	5,5%	
Accantonamenti	5	16	17	25	39	46	56,1%
%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	
Ebit	645	1.882	2.806	3.989	6.321	8.911	69,1%
%	12,9%	23,2%	21,3%	23,7%	29,0%	31,4%	
Oneri (Proventi) finanziari	53	42	30	19	10	4	
%	1,1%	0,5%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	
Utile ante Imposte	592	1.839	2.777	3.970	6.311	8.907	72%
%	11,9%	22,7%	21,1%	23,5%	29,0%	31,3%	
Imposte	165	453	726	1.117	1.775	2.508	72,3%
Tax Rate	28%	25%	26%	28%	28%	28%	
Risultato netto	427	1.386	2.051	2.852	4.536	6.399	71,8%
%	8,5%	17,1%	15,6%	16,9%	20,8%	22,5%	
Cash Flow	897	2296	3450	4217	5999	8020	
%	18%	28,3%	26,2%	25%	27,5%	28,2%	
PFN	-2.019	3.112	3.136	7.300	13.017	20.700	
Equity	904	7.243	9.294	12.146	16.682	23.081	
ROI	22,1	45,5	45,6	-	-	-	
ROE	47,2	19,1	22,1	23,5	27,2	27,7	

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

New Estimates

Euro (k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Valore della produzione	4.998	8.120	13.172	16.857	21.795	28.420	41,6%
Materie prime	1607	1.700	2.777	3.495	4.186	5.106	
%	32,2%	20,9%	21,1%	20,7%	19,2%	18,0%	
Servizi	1.094	1.585	2.590	3.154	3.663	4.515	
%	21,9%	19,5%	19,7%	18,7%	16,8%	15,9%	
Godimento beni di terzi	134	150	392	513	514	515	
%	2,7%	1,8%	3,0%	3,0%	2,4%	1,8%	
Valore aggiunto	2.163	4.685	7.413	9.695	13.432	18.284	53,2%
%	43,3%	57,7%	56,3%	57,5%	61,6%	64,3%	
Personale	1.083	1.753	2.848	3.878	5.098	7.014	
%	21,7%	21,6%	21,6%	23,0%	23,4%	24,7%	
Oneri diversi di gestione	166	200	360	463	549	738	
%	3,3%	2,5%	2,7%	2,7%	2,5%	2,6%	
Variazioni Rimanenze	201	-167					
Ebitda	1.115	2.564	4.205	5.354	7.785	10.532	56,7%
%	22,3%	31,6%	31,9%	31,8%	35,7%	37%	
Ammortamenti e svalutazioni	465	894	1.382	1.340	1.424	1.575	
%	9,3%	11,0%	10,5%	7,9%	6,5%	5,5%	
Accantonamenti	5	20	17	25	39	46	
%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	
Ebit	645	1.650	2.806	3.989	6.322	8.911	69,1%
%	12,9%	20,3%	21,3%	23,7%	29,0%	31,4%	
Oneri (Proventi) finanziari	53	70	30	19	10	4	
%	1%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	
Utile ante Imposte	592	1.580	2.776	3.970	6.312	8.907	72%
%	11,9%	19,5%	21,1%	23,5%	29,0%	31,3%	
Imposte	165	453	722	1.112	1.767	2.494	
Tax Rate%	27,9%	28,7%	26%	28%	28%	28%	
Risultato netto	427	1.127	2.054	2.858	4.545	6.413	71,9%
%	8,5%	13,9%	15,6%	17%	20,9%	22,6%	
Cash Flow	897	2.041	3.453	4.223	6.008	8.034	
%	18%	25,1%	26,2%	25%	27,5%	28,3%	
PFN	-2.019	3.112	3.136	7.300	13.017	20.700	
Equity	904	6.984	9.038	11.897	16.441	22.855	
ROI	22,1	42,6	47,5	86,8	184,6	413,6	
ROE	47,2	16,1	22,7	24	27,6	28,1	

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

Per il periodo 2019-2023 affiniamo leggermente le nostre stime precedenti relativamente al consuntivo 2019, mantenendole invariate per gli anni successivi. Confermiamo la stima di un valore della produzione in grado di crescere (nel periodo 2018/2023) ad un tasso medio annuo pari al 41,6%. Tale crescita risulterà spinta dall'acquisizione di nuovi ordini relativi ai segmenti dell'Earth Observation, al mercato della Laser Communication e al settore della Difesa (comprensivo della Space Situational Awareness). Dopo una semestrale in cui il Valore della produzione ha raggiunto i 4,1 milioni di euro, prevediamo il raggiungimento di € 8,1 milioni a consuntivo 2019 ed i 28,4 milioni a fine 2023.

In termini di margine operativo lordo (Ebitda), lo stimiamo ad € 2,6 milioni a consuntivo 2019 (€ 1,5 milioni al 30.06.2019) ed in grado di raggiungere, nel 2023, € 10,5 milioni con una marginalità al 37% dal 31,6% prevista a fine 2019. Il tasso medio annuo di crescita (2018/2023) risulterebbe pari al 56,7%.

Il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo a € 1,65 milioni a consuntivo 2019 (da € 1,1 milioni al 30.06.2019) ed in grado di portarsi, a fine periodo previsionale, ad € 8,9 milioni. Il tasso medio annuo di crescita dovrebbe essere pari al 69,1% mentre la redditività (sul valore della produzione) in grado di incrementarsi dal 20,3% di fine 2019 al 31,4% di fine 2023.

L'utile netto, stimato ad € 1,13 milioni a consuntivo 2019 (€ 778 migliaia al 30.06.2019), prevediamo possa raggiungere € 6,4 milioni a fine 2023, con un net margin al 22,6% dal 13,9% di fine 2019. Il tasso medio annuo di crescita lo stimiamo quindi pari al 71,9%.

La posizione finanziaria netta la stimiamo positiva per € 3,1 milioni a fine 2019 e pari a € 20,7 milioni a fine 2023. Il patrimonio netto dovrebbe passare da € 7 milioni a consuntivo 2019 a € 22,8 milioni a fine periodo previsionale.

Valuation

Ai fini della valutazione, abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2023.

Il tasso di crescita perpetua è stato confermato all'1% ed il WACC è stato determinato al 12,25% con un Free Risk Rate all'1,75%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium al 10,5%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 54,5 milioni ed **un valore ad Equity pari a 10,4 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ebit	1650	2.806	3.989	6322	8.911
Imposte	453	722	1112	1767	2494
NOPAT	1197	2084	2877	4555	6417
D&A	914	1.399	1.365	1.463	1621
Capex	2.947	3.575	739	1.037	1.378
CNWC	-829	-150	-685	-755	-1.041
FOCF	-7	58	4188	5736	7701

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	12,25
Discounted Terminal Value	42.500
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	12.000
Enterprise Value	54.500
Net financial position as of 31/12/2019E	3.112
Equity Value	57.612
Numero di azioni	5.544.439
Value per share	10,4

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,75
Market risk premium	10,5
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,25
WACC	12,25

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
24.06.2019	Buy	9,53 €	-

Key to Investment Rankings (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%



INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	4998	8120	13172	16857	21795	28420
Materie Prime	1607	1700	2777	3495	4186	5106
Costi per Servizi	1094	1585	2590	3154	3663	4515
Beni di terzi	134	150	392	513	514	515
VALORE AGGIUNTO	2163	4685	7413	9695	13432	18284
Costo del lavoro	1083	1753	2848	3878	5098	7014
Oneri diversi di gestione	166	200	360	463	549	738
EBITDA	1115	2564	4205	5354	7785	10532
Ammortamenti & Svalutazioni	465	894	1382	1340	1424	1575
Accantonamenti	5	20	17	25	39	46
EBIT	645	1650	2806	3989	6322	8911
Oneri finanziari	53	70	30	19	10	4
UTILE ANTE IMPOSTE	592	1580	2776	3970	6312	8907
Imposte	165	453	722	1112	1767	2494
Tax-rate (%)	27,9	28,7	26	28	28	28
RISULTATO NETTO	427	1127	2054	2858	4545	6413
Cash Flow	897	2041	3453	4223	6008	8034
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	904	6984	9038	11897	16441	22855
PFN	-2019	3112	3136	7300	13017	20700
Capitale Investito Netto	2923	3872	5903	4597	3425	2155
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	22,3	31,6	31,9	31,8	35,7	37
EBIT margin	12,9	20,3	21,3	23,7	29	31,4
Net margin	8,5	13,9	15,6	17	20,9	22,6
ROI	22,1	42,6	47,5	86,8	184,6	413,6
ROE	47,2	16,1	22,7	24	27,6	28,1
GROWTH RATES(%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Valore della Produzione	-	62,5	62,2	28	29,3	30,4
EBITDA	-	129,9	64	27,3	45,4	35,3
EBIT	-	155,8	70	42,2	58,5	41
Net Profit	-	164	82,2	39,1	59	41,1
Cash Flow	-	127,5	69,1	22,3	42,2	33,7
VALUATION METRICS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E	108,3	41	22,5	16,2	10,2	7,2
P/CF	51,5	22,7	13,4	10,9	7,7	5,8
P/BV	51,1	6,6	5,1	3,9	2,8	2
EV/SALES	9,6	5,3	3,3	2,3	1,5	0,9
EV/EBITDA	43,3	16,8	10,3	7,3	4,3	2,4
EV/EBIT	74,8	26,1	15,4	9,8	5,3	2,9

Fonte: Officina Stellare; Stime: Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB.

CIO' PREMESSO, IL PRESENTE DOCUMENTO RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2016/958 DEL 9 MARZO 2016 E TIENE CONTO DI QUANTO DISPOSTO DAGLI ARTICOLI 34, 36 E 37 DEL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2017/565.

BANCA FINNAT HA SPECIFICI INTERESSI NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE, PER IL QUALE SVOLGE GLI INCARICHI DI NOMINATED ADVISOR E DI SPECIALIST; INOLTRE, REDIGE DOCUMENTI DI ANALISI COME QUELLO PRESENTE. PER QUESTE ATTIVITA' ESSA E' REMUNERATA. AL MOMENTO DELLA PUBBLICAZIONE DELLA PRESENTE COMUNICAZIONE, BANCA FINNAT HA INOLTRE INTERESSI DERIVANTI DALL' AVER SVOLTO PER L'EMITTENTE, NEI 12 MESI PRECEDENTI, IL RUOLO DI GLOBAL COORDINATOR NELL'AMBITO DELLA QUOTAZIONE SU AIM. PERTANTO IL DOCUMENTO NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME RICERCA INDIPENDENTE.

L'EMITTENTE NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL CAPITALE AZIONARIO TOTALE DI QUEST'ULTIMA.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA, INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA DIREZIONE FINANZA DELLA BANCA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE, COSTITUISCE DIPARTIMENTO A SE' STANTE SEPARATO DAL PUNTO DI VISTA ORGANIZZATIVO ED INFORMATICO DAGLI ALTRI UFFICI DELLA BANCA.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI DETIENE O HA DETENUTO NEGLI ULTIMI 12 MESI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA E' STATA, NE' SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NE' DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

L'ANALISTA HA DICHIARATO DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DELL' OGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE. LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI O

PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO OGGETTO DELL'ANALISI.

DAL MOMENTO IN CUI L'UFFICIO STUDI INIZIA LA PREDISPOSIZIONE DEL DOCUMENTO E FINO A QUANDO ESSO NON E' PUBBLICATA SUL SITO DI BORSA ITALIANA E INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL DOCUMENTO STESSO.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO E' ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE ED E' QUINDI POSSIBILE CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI DISCOSTINO RISPETTO A QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI, ALLA DATA DEL PRESENTE DOCUMENTO, NON RISULTA ESSERE OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

IL PRESENTE DOCUMENTO E' ESCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NE' UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE PERSONALIZZATA DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUALSIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO E' CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi

Banca Finnat Research Rating Distribution (as of 15.10.2019)

Number of companies covered: 20	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Total Equity Research Coverage relating to last rating (%)	55%	10%	0%	0%	35%
Of which Banca Finnat's clients (%)	100%	100%	-	-	100%